

SEGUNDA PARTE J.C.I. y DP. 19/12
DOCUMENTACIÓN REMITIDA POR BANCO DE ESPAÑA

CASAUS LARA, JOSE ANTONIO

De: CASAUS LARA, JOSE ANTONIO
Enviado el: lunes, 16 de mayo de 2011 20:09
Para: COMIN RODRIGUEZ, PEDRO
CC: PEREZ-CERDA SILVESTRE, JORGE; GONZALEZ HERNANDEZ, MARIA JESUS;
BRAVO LLATAS, PEDRO; MOLINA FRANQUELO, JOSE CARLOS
Asunto: Dos temas: a) análisis del margen recurrente de Bankia a 1T11; y b) valoración de la
gobernanza
Datos adjuntos: 20110510 Análisis de Bankia.doc
Importancia: Alta

Pedro, dos cosas:

1. Nos has pedido al ESF una nota sobre la cuenta de resultados. En el fichero adjunto, que te mandé la semana pasada tras la publicación de resultados de 1T11, había un análisis general de Bankia en términos de CAMEL, que podría resultarte útil para la reunión que tengas con el Subgobernador: solvencia (y dentro de ella, calidad de los activos), gobernanza, cuenta de resultados y liquidez. Y una valoración global sobre su viabilidad, la decisión adoptada por la entidad de crear una doble estructura y una medida alternativa.

Por tanto, nuestra opinión actualizada sobre la generación resultados recurrente de Bankia es la que figura en esa nota, que se puede resumir en que constituye el mayor problema de Bankia: debilísima y decreciente capacidad para generar resultados de forma recurrente, lo que, teniendo en cuenta su voluminoso pasivo mayorista y su deteriorada cartera crediticia, hace cuestionable su viabilidad futura. **El margen de explotación antes de saneamientos en 1T11, 550 millones de euros (M€), se reduce a cero si lo depuramos de tres efectos no recurrentes** (con el ahorro contable de las jubilaciones, podría ser de +50 millones de euros, un beneficio trimestral recurrente insuficiente para un grupo de este tamaño). Para ilustrar la tendencia negativa, basta con señalar que el margen trimestral de intereses de Bankia cae un 34% respecto al primer trimestre de 2010, con ingresos casi planos y costes creciendo más del 35%. Como resumen del análisis de la cuenta de resultados de Grupo Bankia, se aprecia un grave problema de rentabilidad que arranca desde la parte de arriba de la cuenta de resultados, sigue en el medio con los costes de explotación y termina abajo con las dotaciones aún pendientes.

2. Jorge Pérez-Cerdá me ha comentado que no has pedido a nadie esta tarde **información sobre la gobernanza** para la reunión con el Sub. Y estoy de acuerdo con él en que es un aspecto importante a comentar con el Subgobernador, porque si ya es un tema fundamental en cualquier organización, en Bankia lo es especialmente:

Gobierno interno

- a. Consejo muy politizado y poco profesional, ausencia de un DG profesional o un consejero delegado que lleve el día a día
- b. Continúan los mismos gestores (consejeros y DG) que han llevado a las entidades a solicitar ayudas públicas: desacreditados ante el mercado
- c. Se estima desacertado que la Dirección de Riesgos e Intervención cuelguen de una misma DG: la DG Financiera y de Riesgos. Riesgos debe tener rango el mismo nivel jerárquico que Negocio y además no debe depender de quien lleva la cuenta de resultados, para evitar conflictos de interés
- d. Cuestionable honradez de los gestores: se llevaron un bonus 2009 superior al que correspondía gracias a corregir el resultado del ejercicio (propuesta de Román y Navarro presentada por Barcoj al CD); propusieron llevarse entre 80 y 154 M€ de un bonus cuatrienal porque con las cifras de la integración alcanzaban objetivos, pese a que el Plan decía que una desviación superior al 15% dejaba el bonus en cero y a que ya habían solicitado 4.465 M€ de ayudas públicas

- e. Falta de coraje de los gestores para afrontar la difícil situación económica y financiera del grupo, el mejor ejemplo es el de las prejubilaciones en condiciones tales que se han acogido el 99% de los candidatos (de media, en vez de 110 van a cobrar 95 cada año, sin trabajar) O que los salarios sigan en niveles de expansión crediticia (pre-crisis)
- f. Aparente falta de sintonía entre Presidente y Vicepresidente (entre otras cuestiones, por BV)
- g. Aparentes conflictos de interés: Oliva (Vicepte. Bankia y al tiempo Pte. BV) y Ferrando (consejero, miembro de la CDR, y empresario promotor financiado por Bancaja y con sociedades comunes a las que probablemente se habrán comprado activos...)
- h. Fallos de control interno, el Vicepresidente Oliva se queda según lo pactado en el contrato de integración, con el control de las participadas (BV y sociedades inmobiliarias, entre otras, es decir, "lo más feo") y con el control de la Auditoría Interna ("la policía"), el Comité de Auditoría Interna, presidido por el ex director financiero de Bancaja, evidentemente todavía no ha celebrado sesión alguna cuando estamos a 16 de mayo
- i. Normativa interna: ni claramente instrumentada ni bien difundida
- j. Sistema de toma de decisiones (ejemplo: política contable, ejemplo: cambios en la misma, provocando la liberación de 50 ME) y asunción de responsabilidades, no siempre bien definido ni documentado
- k. Control del cumplimiento de las políticas, normalmente se deja en manos de Auditoría Interna, sin involucrar suficientemente ni a otras áreas de control (Riesgos o Intervención) ni a Negocio
- l. Las Actas de los órganos de gobierno y de los órganos ejecutivos son excesivamente escuetas y aportan poca información cuantitativa (números) y cualitativa (sentido de las deliberaciones)
- m. Riesgo operacional elevado por las prisas del proceso de integración y por la salida a Bolsa, el contrato de integración aprobado por las Asambleas en septiembre de 2010 se modifica de manera sustancial por los CdA, no se pide autorización al BdE (ni MEH ni Europa ni FROB) pese a los cambios en ese contrato, que fue la base de la aprobación del proyecto por parte de BdE y del desembolso de 4.465 ME de ayudas públicas, los perímetros bajan incluso después de haber expirado el plazo para ejercitar el derecho de oposición; Altae baja el número de consejeros a 3, por debajo del mínimo legal de 5, etcétera.

Gobierno externo

- n. Hay que mejorar la transparencia y la veracidad de la información al mercado ("cómoda situación de liquidez", beneficios recurrentes que no son tales, anteriormente inflaban el denominador para el cálculo del ratio de morosidad...)

Transparencia, interlocución y agilidad con el supervisor

- o. Por ser suaves, digamos que en este campo hay un amplio campo de mejora. Aunque para ser justos, los problemas están centrados en Intervención, siendo mucho más ágil la relación con Riesgos y Dirección Financiera y en menor medida con Secretaría General (con Negocio hay poco trato)

Saludos,

Jose

20110509 – Análisis Grupo Bankia

1.- Diagnóstico: viabilidad cuestionable por sus muy graves y crecientes problemas de rentabilidad, liquidez y solvencia. Gobierno interno mejorable y gestores desalineados entre sí y desacreditados ante el mercado. Fortaleza de la red y de la imagen entre sus clientes.

A) Rentabilidad recurrente: el mayor problema

El principal problema del Grupo Bankia es de rentabilidad: muestra una debilísima y decreciente capacidad para generar resultados de forma recurrente, lo que, teniendo en cuenta su voluminoso pasivo mayorista y su deteriorada cartera crediticia, hace cuestionable su viabilidad futura.

Esta débil generación recurrente de resultados viene marcada por tres factores:

- El reducido y menguante nivel de los ingresos financieros, condicionados por el elevado peso de una cartera hipotecaria con particulares generada en los años del boom crediticio a unos precios históricamente bajos (diferencial medio de unos 75 puntos básicos). La larga duración media de las hipotecas garantiza la persistencia de este problema **durante varios años**. Los ingresos también se ven perjudicados por la cartera de activos no rentables que ha traído la explosión de la burbuja inmobiliarias y que crece con el tiempo: adjudicados y créditos dudosos.
- El creciente aumento de los costes financieros. En el segmento mayorista, esto se produce por las crecientes dudas del mercado de que Bankia sea capaz de afrontar en tiempo y forma la abultada deuda que tiene, contraída en su día para financiar el excesivo crecimiento del crédito entre 2002 y 2007, así como por la política seguida en 2009 y 2010 de generar resultados comprando en el mercado pasivos emitidos años atrás a diferenciales mucho menores a los que le exigen en la actualidad. Respecto a la parte minorista, es consecuencia de que estas dificultades de liquidez están generalizadas en el sector financiero español.
- Unos gastos de explotación que alcanzan un nivel que era absorbible por la cuenta de resultados en las épocas de expansión anteriores al estallido de la burbuja crediticia, pero que hoy no lo es teniendo en cuenta lo comentado en los dos párrafos anteriores. La reducción prevista en el número de oficinas y en el número de empleados no parece suficiente, y probablemente el siguiente ajuste que Bankia necesita tenga que venir por vía salarial y no por reducción de plantilla. Además, la política de *sale and lease back* desarrollada en 2010 para generar resultados también pesa en los gastos de explotación.

Para dar soporte a los comentarios anteriores, hagamos un breve análisis de la cuenta de resultados del Grupo Bankia del primer trimestre de 2011 elaborada por la Dirección de Intervención General y publicada en el día de hoy, 10 de mayo de 2011:

- **Como conclusión, el margen de explotación antes de saneamientos, 550 millones de euros (M€), se reduce a cero si lo depuramos de efectos no recurrentes que suman justo 550 ME:** a) liberación de fondos para bonus y pensiones por 180 M€; b) ROF por venta de participaciones por 120 M€ (111 de Enagás y 9 por otras); y c) devengo de intereses por 250 M€ de todos los riesgos de crédito con promotores que están clasificados normales o subestándar. O dicho de otro modo, los gastos de explotación (742 M€ si añadimos los 180 M€ que restan de los mismos por la liberación de fondos de bonus y pensiones) fueron en el primer trimestre iguales al margen bruto recurrente. Como mitigante de esta situación, reseñar que lo previsible es que los gastos de personal contabilizados decrezcan en los próximos trimestres por el efecto de haberse acogido a la prejubilación casi 3.000 personas, un 11% de la plantilla, reducción que estimamos en unos 50 M€ trimestrales a partir de 2012.
- El margen de explotación recurrente antes de saneamientos es cero pese a que el margen de intereses incluye 190 M€ por el carry trade de 26.000 M€ de renta fija en torno al 4% financiada en repos a corto plazo al 1%. Y pese a que la financiación en el BCE dispuesta en el trimestre al 1%, está alrededor de los 8.000 M€ de media, lo que puede haber supuesto otros 40 M€ adicionales de margen.
- **Para ilustrar la tendencia negativa, basta con señalar que el margen trimestral de intereses de Bankia (577 M€ sin depurar el devengo de promotores no dudosos ni por supuesto el carry trade) cae un 34% respecto al primer trimestre de 2010, con ingresos casi planos y costes creciendo más del 35%. Digamos a este respecto que entre 2011 y 2012 hay vencimientos de emisiones por 33.000 M€, lo que de media supone 16.500 M€ anuales: cada 100 puntos de incremento de diferencial supone un mayor coste financiero de 165 M€ al año, unos 40 al trimestre. Por el lado positivo, tan sólo cabe señalar que dicho margen de intereses está un 6% por encima del presupuesto que se realizó en enero de 2011 para el ejercicio.**
- La parte de abajo de la cuenta de resultados es más difícil de valorar porque incluye 385 M€ de dotaciones por deterioro de activos financieros que se registran pese a que hay fondos genéricos y fondos específicos sin asignar por más de 3.000 M€. Destacar únicamente que se registran ingresos no recurrentes por la venta de la participación en Genesa (99 M€) y por una nueva operación de sale and lease back (19 M€). Con todo ello, el BAI queda en 247 M€, el BDI en 205 M€ y el atribuido al grupo en 195 M€.

- Una lectura posible de la cuenta de resultados es que el BAI queda en 247 M€ pese a que hay ingresos no recurrentes por venta de participaciones (Enagás y Genesa y otras menores) y por sale and lease back de 238 M€, liberaciones de fondos de bonus y pensiones por 180 M€ y devengo de intereses de promotores no dudosos por 250 M€, además del carry trade de la DP (190 M€) y de la financiación barata en el BCE (40 M€), todo lo cual suma ingresos por 898 M€, 651 M€ más que el BAI publicado. Pero también hay que considerar los 385 M€ de dotaciones contabilizadas pese a existir fondos genéricos y fondos específicos sin asignar no utilizados en mucha mayor cuantía.
- Como resumen del análisis de la cuenta de resultados de Grupo Bankia, se aprecia un grave problema de rentabilidad que arranca desde la parte de arriba de la cuenta de resultados, donde se refleja la materialización del riesgo de negocio: margen bruto recurrente escaso (742 M€), por unos ingresos condicionados por hipotecas de bajo diferencial y larga duración, y por unos costes que crecen a tasas vertiginosas. En esta situación tan complicada económica y financieramente de Bankia, que ha precisado de ayudas públicas directas (4.465 M€ del FROB), no parece de recibo que los salarios no hayan registrado recortes de importancia, lo que hace que los costes de explotación alcancen también los 742 M€ (añadiendo los 180 M€ de gastos de personal que no figuran en la cuentas publicados por la liberación de los fondos de bonus y pensiones) e igualen por tanto al margen bruto recurrente, dejando un margen de explotación recurrente antes de saneamientos igual a cero. No obstante, ya se ha apuntado que estimamos en unos 50 M€ trimestrales a partir de 2012 el "ahorro contable" por las prejubilaciones. Por último, después de ver los serios problemas que tiene la cuenta de resultados de Bankia por arriba y por el medio, dejaremos para el apartado relativo a la solvencia los que tiene por abajo: las dotaciones por deterioro de activos financieros y no financieros.

B) Liquidez: la principal amenaza

Si el mayor problema de Grupo Bankia es la rentabilidad, su mayor amenaza es la liquidez, puesto que tiene una elevada dependencia de la financiación mayorista (coeficiente del 41%, muy superior al umbral del 20% que relaja las exigencias de capital de acuerdo a la nueva normativa española), ya que fue la forma principal de financiar el boom crediticio registrado entre 2002 y 2007. Por su parte, la captación de depósitos minoristas está dificultada por el entorno de guerra del pasivo –en relación a la ajustada cuenta de resultados- y por la limitación existente a los precios ofrecidos en campañas por las entidades que han recibido ayudas públicas.

Además, los plazos de vencimiento de los activos son muy superiores a los de los correspondientes pasivos, situación que se ha agudizado desde 2008 por dos motivos: el acortamiento en los últimos años del vencimiento medio de los pasivos por las últimas emisiones, a plazos muy cortos, y por las recompras de pasivos a largo plazo realizadas

para generar ROF; y por el alargamiento en el plazo de cobro de activos por las refinanciaciones minoristas y mayoristas.

¿Cómo está pudiendo afrontar Bankia en estos tres años de crisis su fuerte dependencia de la financiación mayorista en un entorno de mercados poco receptivos?. Con la última información disponible al momento de redactar esta nota, Bankia ha recibido ayudas públicas directas o indirecta a largo plazo por más de 23.000 M€: los 4.465 M€ del FROB y el resto de emisiones avaladas por el Estado español. Pongamos estos 23.000 M€ en relación con los 33.000 M€ de emisiones de Bankia que vencen entre 2011 y 2012 y llegaremos a la conclusión de que Bankia ha afrontado una gran parte de los vencimientos en los últimos tres años gracias a las ayudas públicas directas o indirectas del Estado español.

Además, y respecto a la financiación a corto plazo, con información a 6 de mayo, Bankia tiene dispuestos en la póliza del BCE 9.500 M€ más otros 3.800 llevados allí vía repo (13.300 M€ en total), y aún cuenta con 8.400 M€ disponibles en póliza. Y tiene financiación del Tesoro español por 7.300 M€: 3.100 con garantía de DP española y 4.200 con garantía de otra renta fija. Teniendo en cuenta que Bankia tiene más de 19.000 M€ de cédulas hipotecarias y de titulizaciones retenidas, que se usan para que sirvan de colateral en la póliza del BCE pero que no serían activos elegibles en las Cámaras privadas, hay que entender que una parte de lo financiado en el BCE (organismo público) no podría ser financiado en los mercados.

En menor medida, y a partir del cuarto trimestre de 2010, Bankia también se está apoyando en la mejora del gap comercial –y más en la reducción de su inversión crediticia que en la captación de depósitos del público- para hacer frente a los vencimientos: este desapalancamiento está presupuestado para 2011 en 7.000 M€ y a cierre de abril ya han logrado 4.000 M€.

C) La solvencia: insuficiente con la nueva normativa

El capital principal del Grupo Bankia ascendía a diciembre 2010 a 14.125 M€, el 7,10% de los activos ponderados de riesgos. Se incluye 4.465 M€ de las preferentes suscritas por el FROB, sin las cuales el coeficiente bajaría al 4,85%. Tras la nueva normativa de capital en España, de febrero 2011, a Bankia le faltaban 5.775 M€ para cumplir con la normativa (coeficiente del 10%), si bien hay que considerar que tenía de plazo hasta septiembre y que dichas necesidades se reducirían a 1.795 M€ (coeficiente del 8%) si llegara a cotizar en Bolsa, circunstancia que está prevista para julio. Con los datos a 31 de marzo, el coeficiente ha aumentado al 7,34%.

La débil generación de resultados de Bankia es un problema de la entidad en términos de solvencia.

La nueva normativa de capital mundial (Basilea III) se configura como una amenaza a medio y largo plazo, en especial en lo relativo al tratamiento en solvencia de los impuestos anticipados (más de 5.000 M€), a los intereses minoritarios no bancarios (1.300

M€) y a las participaciones relevantes en entidades financieras y aseguradoras (al menos, 1.300 M€ en Mapfre).

Pero la mayor incertidumbre sobre la solvencia a medio y largo plazo está en la calidad de sus activos, y concretamente en valorar en qué medida los fuertes saneamientos realizados en diciembre de 2010 con motivo de la integración han podido cubrir la pérdida esperada de los mismos. De todos los activos de Bankia, parecen especialmente vulnerables: la cartera de promotores (42.000 M€ dispuestos brutos), las hipotecas con particulares refinanciadas (unos 8.000 M€), los activos adjudicados (11.000 M€), las participaciones en sociedades inmobiliarias de negocio voluntario (8.000 M€) en las que el suelo representa un 75%, y el riesgo en operaciones de Leveraged Buy Out (2.000 M€). Todas estas carteras especialmente vulnerables suman un total de 71.000 M€. Frente a ellos, hay constituidos fondos por alrededor de 13.000 M€, lo que supone el 18%. Si la severidad media de estas carteras especialmente vulnerables resulta ser igual o inferior al 18%, y se asume que el resto de los activos de Bankia tienen una severidad de cero, no habría problemas de solvencia añadidos a lo comentado en los párrafos anteriores de este apartado. Pero nuestra opinión es que la severidad de estas carteras especialmente vulnerables que suman 71.000 M€ superará los fondos constituidos (el 18%) y que además, evidentemente, el resto de los activos de Bankia no tienen una severidad de cero.

D) Gobierno interno mejorable y gestores desalineados entre sí y desacreditados ante el mercado

E) Fortaleza de la red e imagen de marca entre sus clientes

2.- Tratamiento

2.1.- La solución endógena ideada por Bankia: una salida a Bolsa con la estructura de doble banco sin hacer cambios estructurales.

Opinión: sólo es una "bombona de oxígeno" que permitirá cumplir temporalmente con los nuevos requisitos de solvencia pero que no logrará transformar la estructura de Bankia. Terminará en el medio plazo con la venta a bajo precio del banco cotizado, pues no generará beneficios recurrentes, y con el estado nacionalizando BFA, teniendo que hacer frente a los tenedores de subordinadas y de preferentes contabilizados allí, lo que supondrá un quebranto para los contribuyentes que posiblemente no se daría en la alternativa que se comenta a continuación.

2.2.- La solución tiene que ser exógena y estructural: un cambio de control que integre a Bankia en un grupo con suficiente fortaleza financiera.

De este modo, Bankia podría a empezar a generar resultados de forma recurrente ya que estaría en condiciones de: a) generar nuevo negocio, con los diferenciales de hoy, para incrementar los ingresos financieros; b) reducir los costes financieros en las nuevas

emisiones; y c) incluso, en ese contexto, hacer posible una reducción salarial que aligeraría la cuenta de resultados y rentabilice su inversión. Coste cero para el contribuyente. Posible dificultad de encontrar ese comprador con suficiente músculo financiero, aunque la opción de reducir el precio de la compra hasta cero podría facilitar la labor.